



Wann kommt die Zinswende?

Telos 8. Wiesbadener Investorentag
Wiesbaden, 8. Juni 2017
Dr. Martin Hübner

Outline.

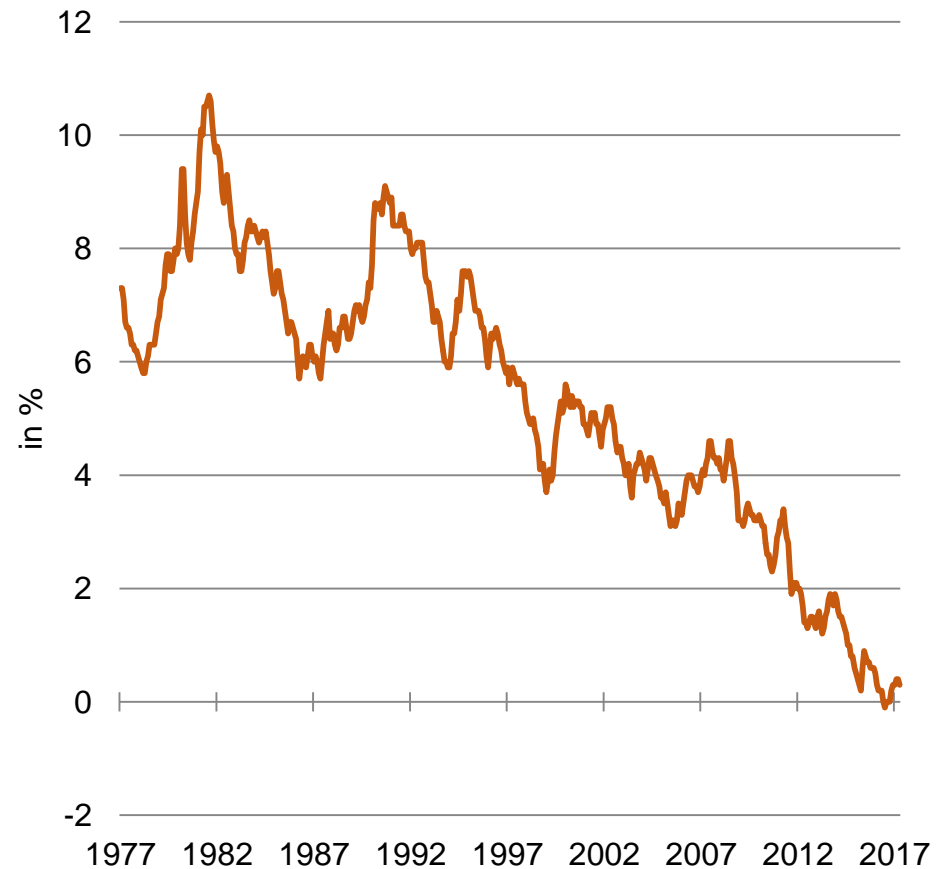
1. Das fundamentale Umfeld
2. Was in den USA passiert
3. Die Strategie der EZB
4. Konsequenzen für die Märkte

Der Ausgangspunkt: Die Zeit der Nullzinsen ist schrecklich.

- Die Welt des Geldes steht Kopf.
- Sparen lohnt sich nicht mehr.
- Altersvorsorge wird immer schwerer.
- Banken und Versicherungen in Schwierigkeiten.
- Fehlallokation des Kapitals – Wachstumsverluste.
- So etwas hat es noch nie gegeben.



**RENDITE 10-JÄHRIGER BUNDESANLEIHEN
DEUTSCHLAND**



Quelle: Bundesbank; Daten von Januar 1977 – April 2017

Es wird aber glücklicherweise nicht so bleiben.

EZB will Anleihekäufe reduzieren

Die Europäische Zentralbank plant den Ausstieg aus der superexpansiven Geldpolitik. Sie will optimistischere Botschaften zur wirtschaftlichen Lage verbreiten und die Anleihekäufe schrittweise reduzieren.



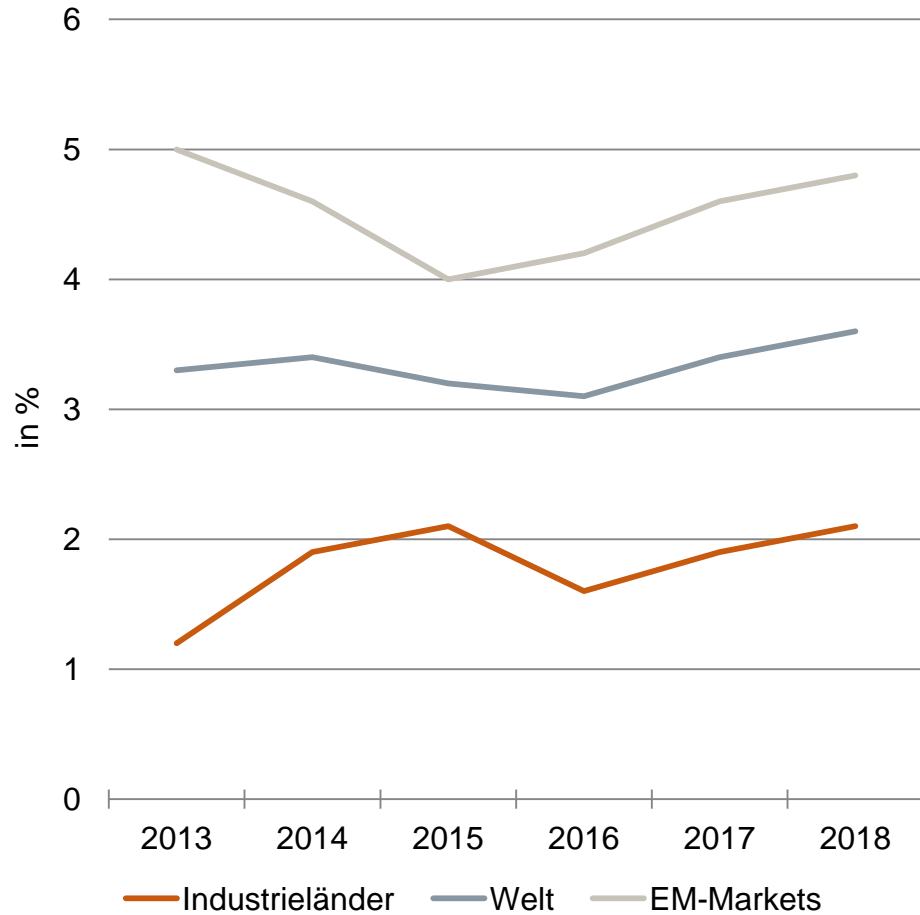
Wann ist mit einer
Änderung zu rechnen?

DPA

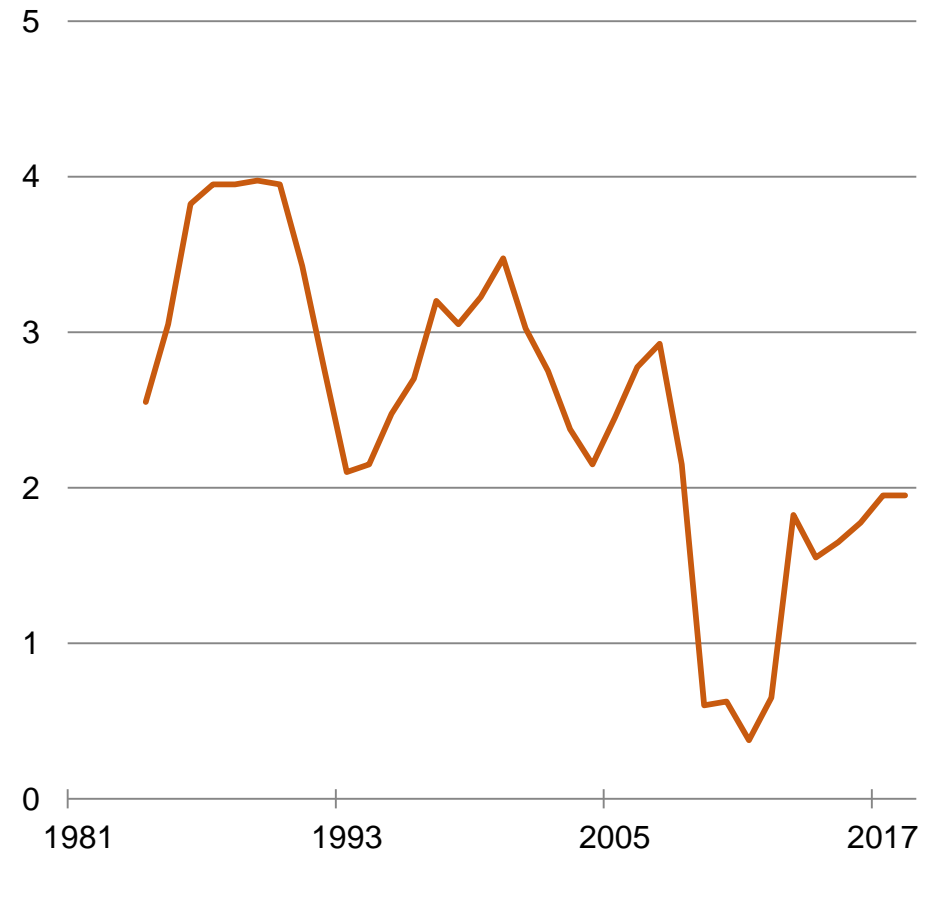
Quelle: Spiegel Online, 12.Mai 2017

Fundamental ist alles ausgerichtet: 1. Die Konjunktur läuft.

WACHSTUM DES REALEN BIP



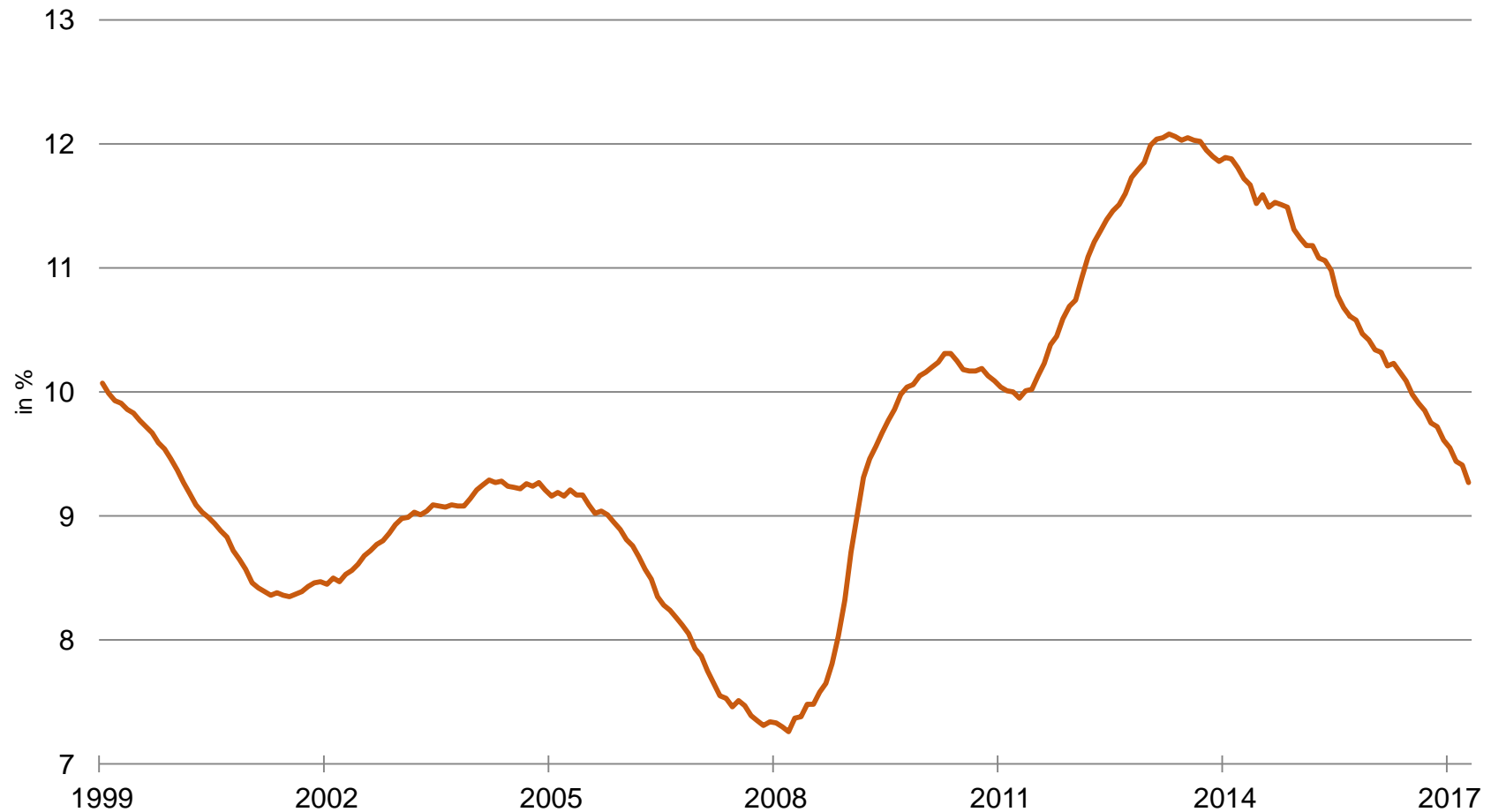
WACHSTUM DES REALEN BIP



Quelle: IWF; eigene Schätzung

Fundamental ist alles angerichtet: 2. Die Arbeitslosigkeit geht zurück.

ARBEITSLOSENQUOTE, EURORAUM

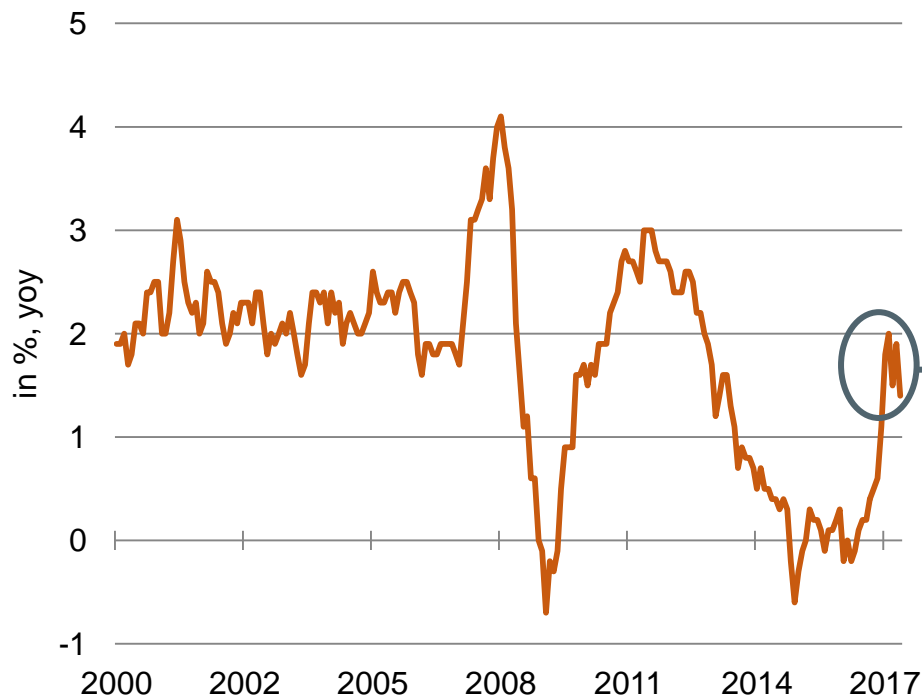


Quelle: EZB; Daten von Januar 1999 – April 2017

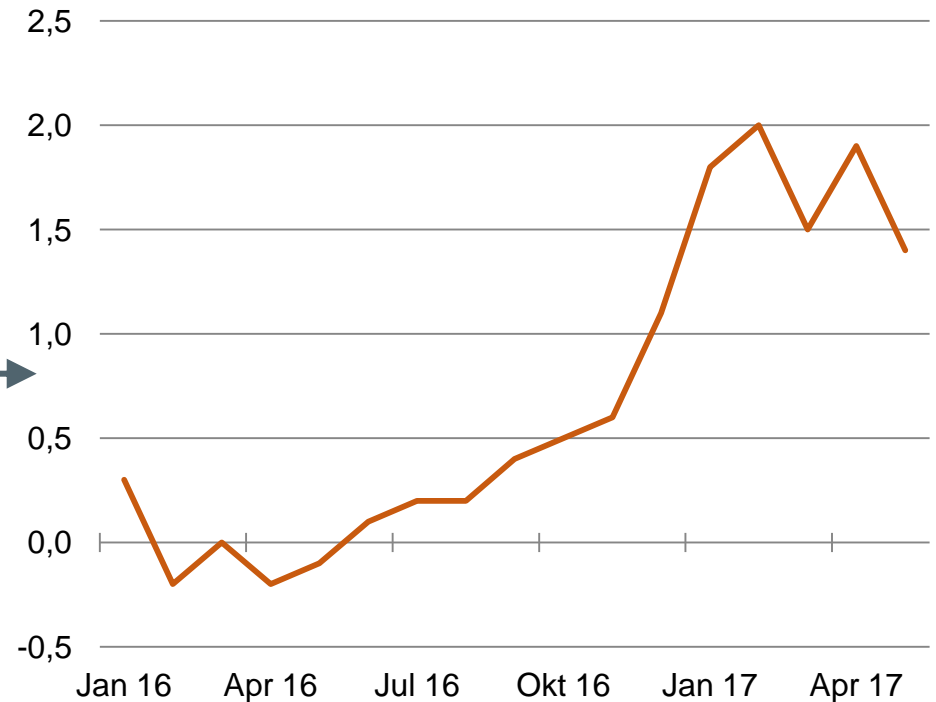
Fundamental ist alles für einen Zinsanstieg angerichtet: 3. Inflation.

- Gefahr der Deflation definitiv vorbei.
- "Kratzen" an 2 %, aber
- noch viele Schwankungen und Sondereinflüsse.

INFLATION IM EURORAUM (01.01.00 – 01.04.17)



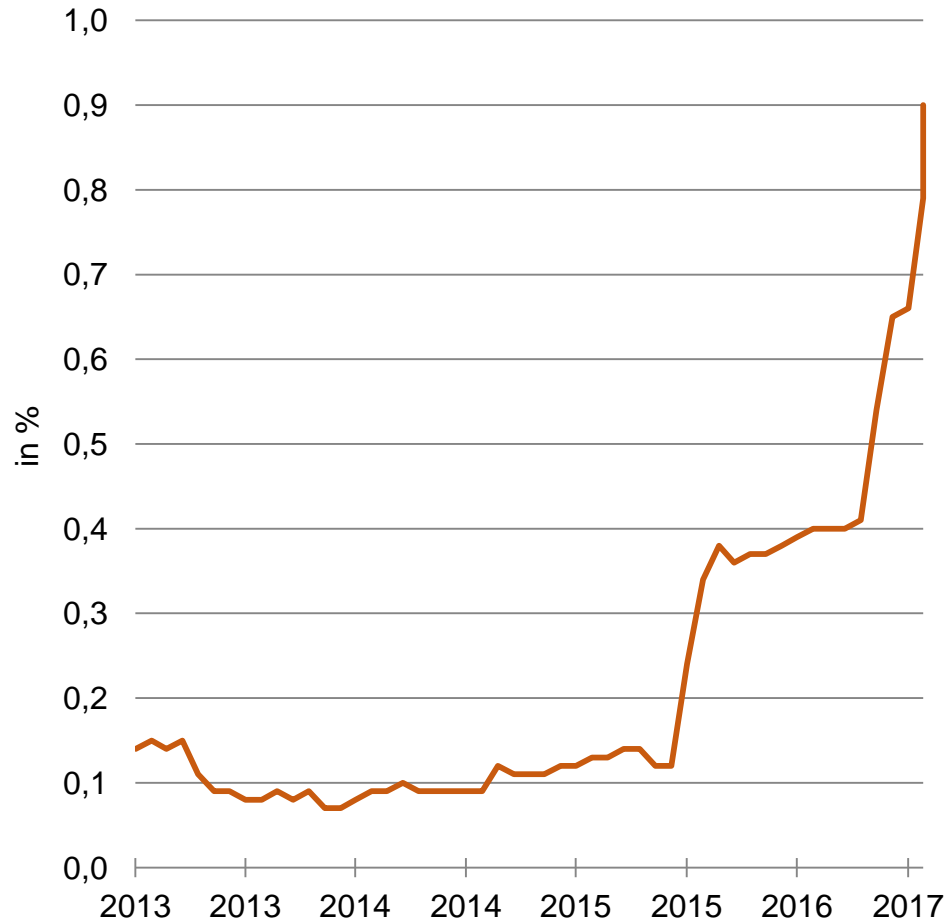
INFLATION IM EURORAUM (01.01.16 – 01.04.17)



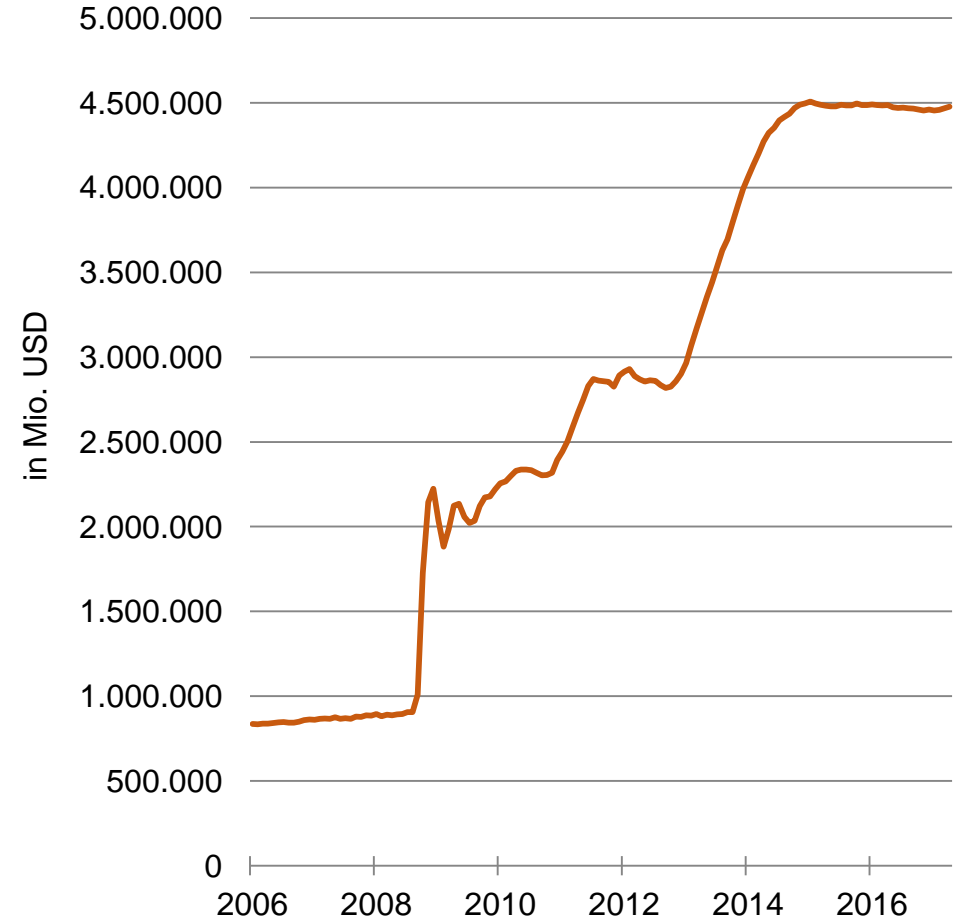
Quelle: EZB

In Amerika gehen die Zinsen schon hoch.

FEDERAL FUNDS RATE



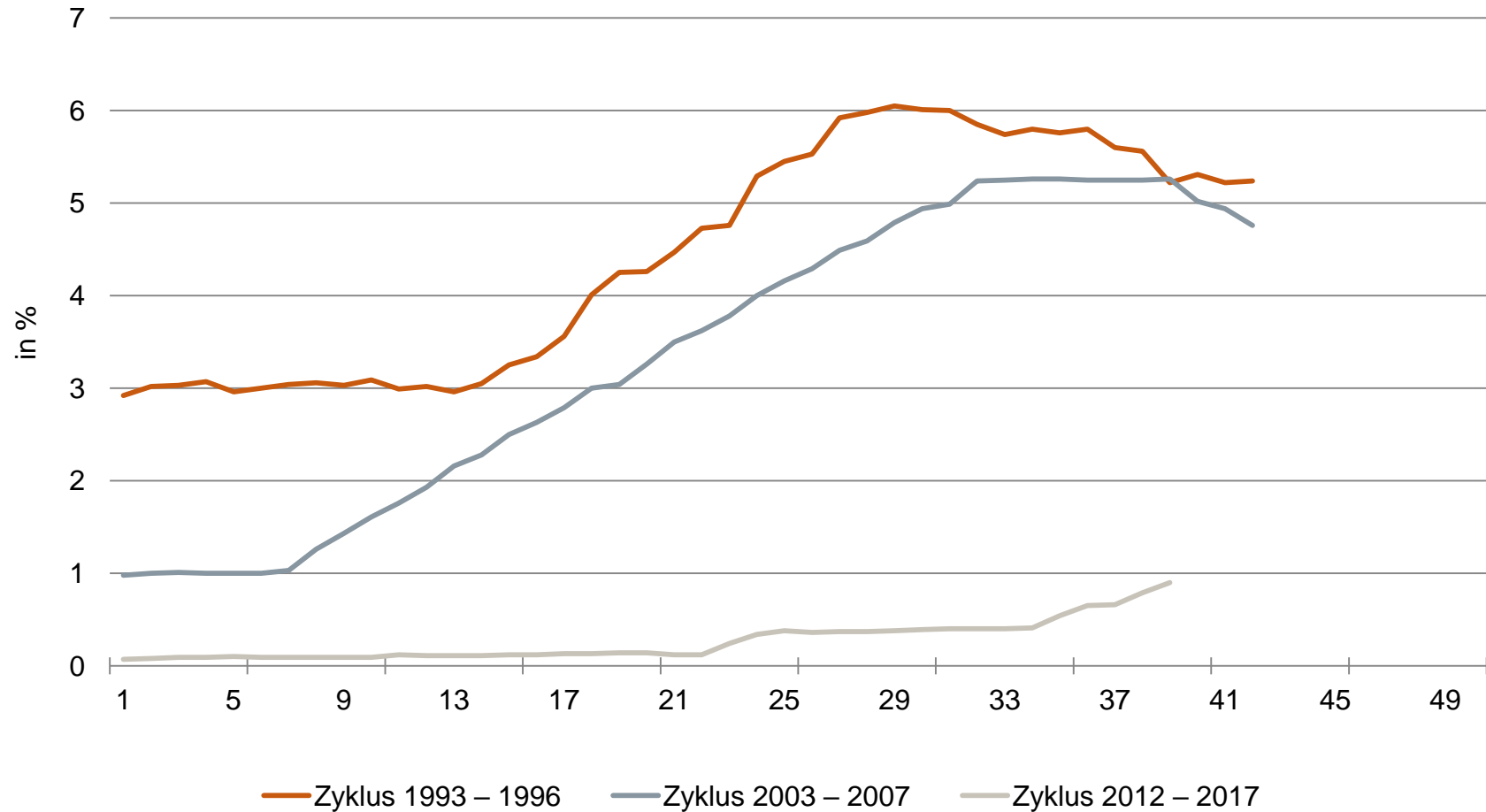
BILANZSUMME FEDERAL RESERVE



Quelle: Fred

Es geht viel langsamer als in früheren Zyklen.

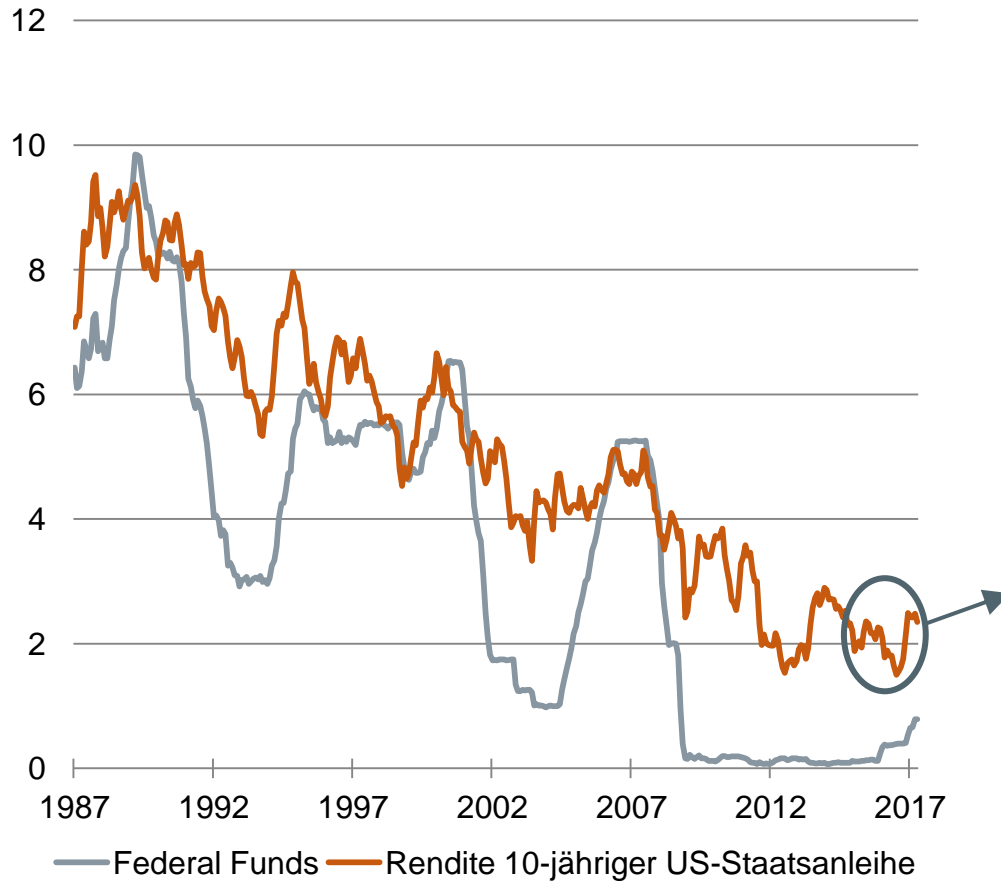
FEDERAL FUNDS RATE, MONATE NACH DEM ZINSTIEF



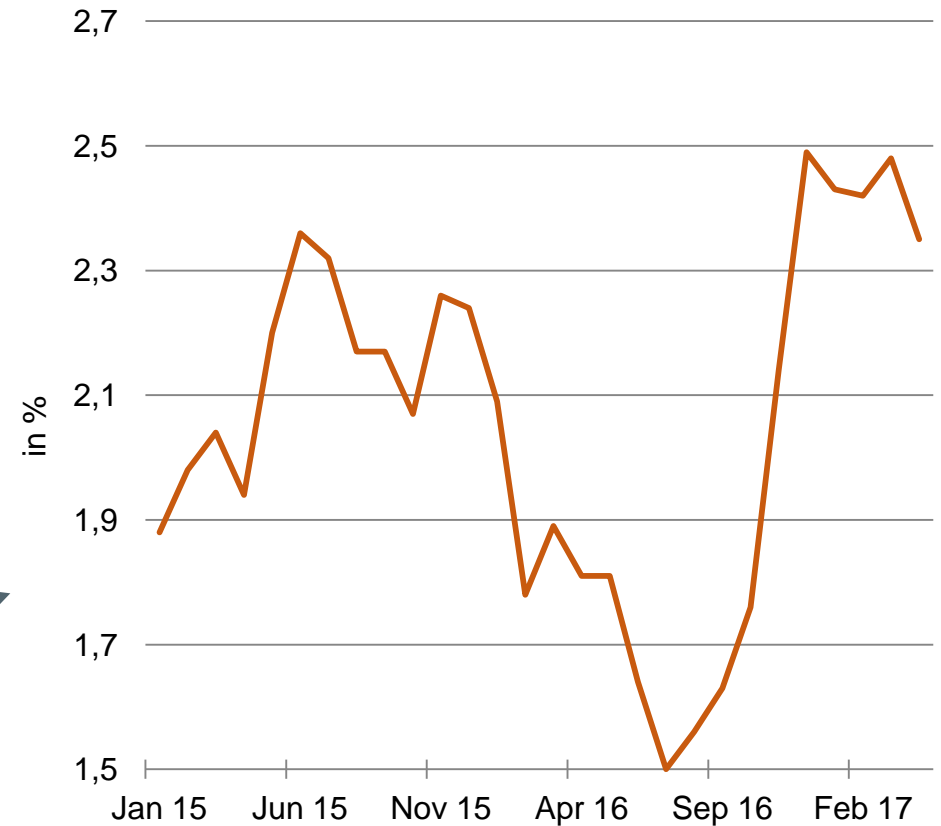
Quelle: Fred

Reaktion des US-Kapitalmarkts ist moderat.

FEDERAL FUNDS UND RENDITE 10-JÄHRIGER US-STAATSANLEIHE



RENDITE 10-JÄHRIGER US-STAATSANLEIHEN

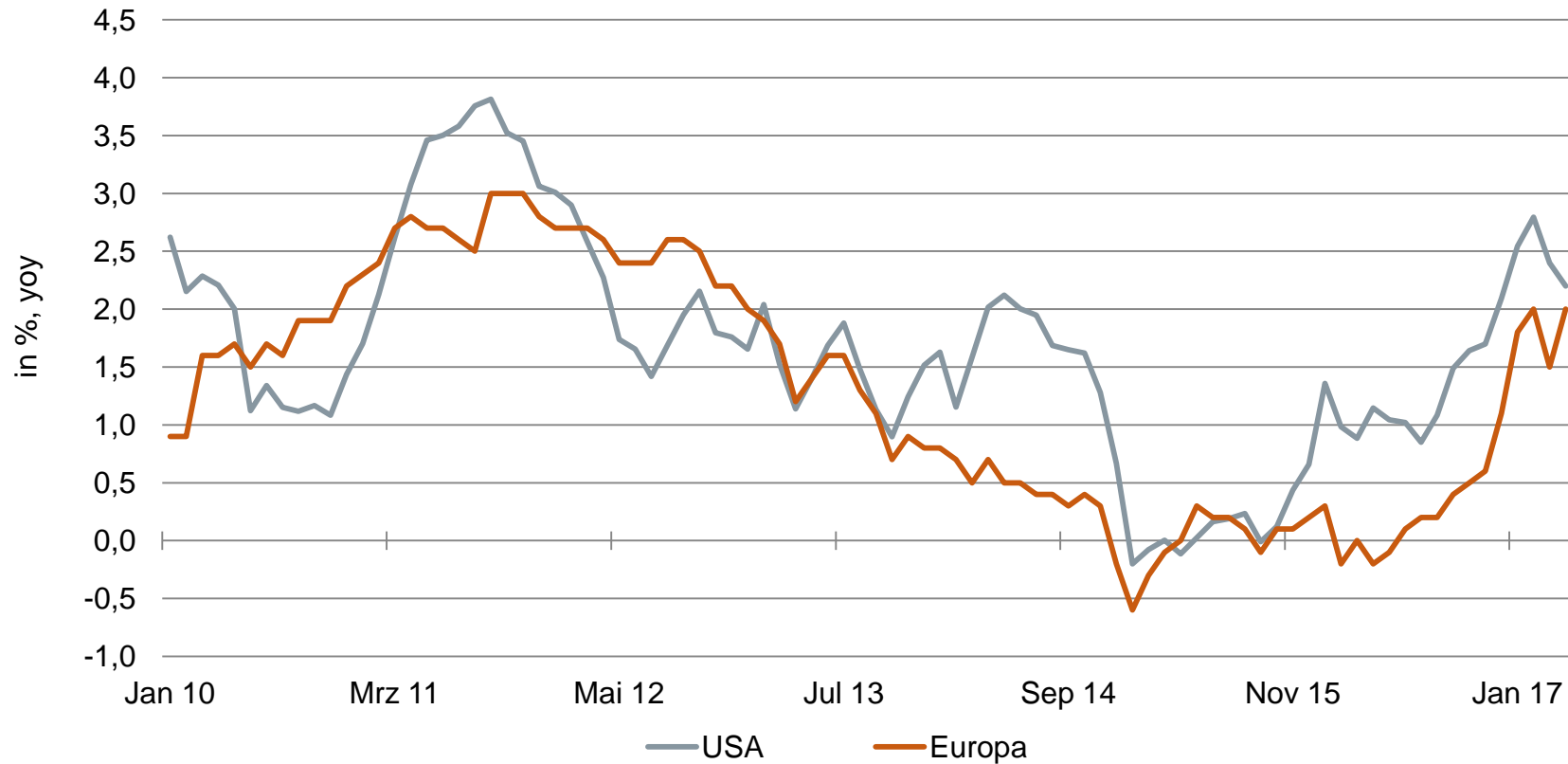


Quelle: Fred

Warum die EZB noch zögert: 1. USA sind im Zyklus weiter.

- Abstand ein halbes bis ein Jahr

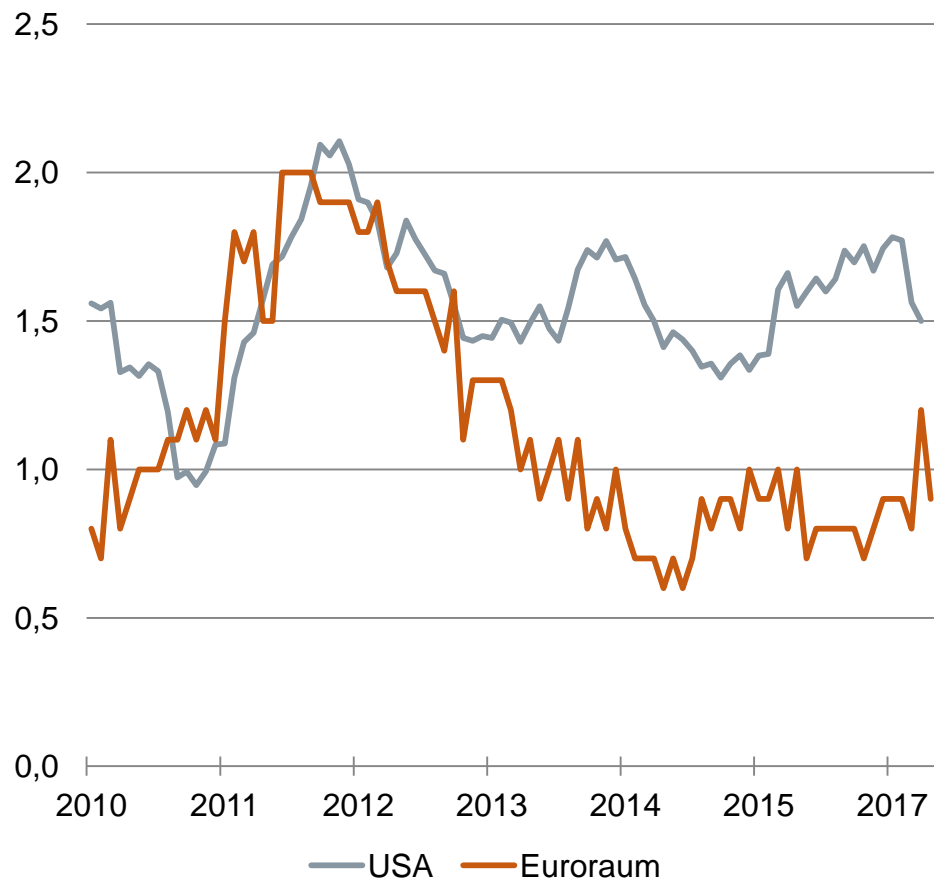
VERBRAUCHERPREISE



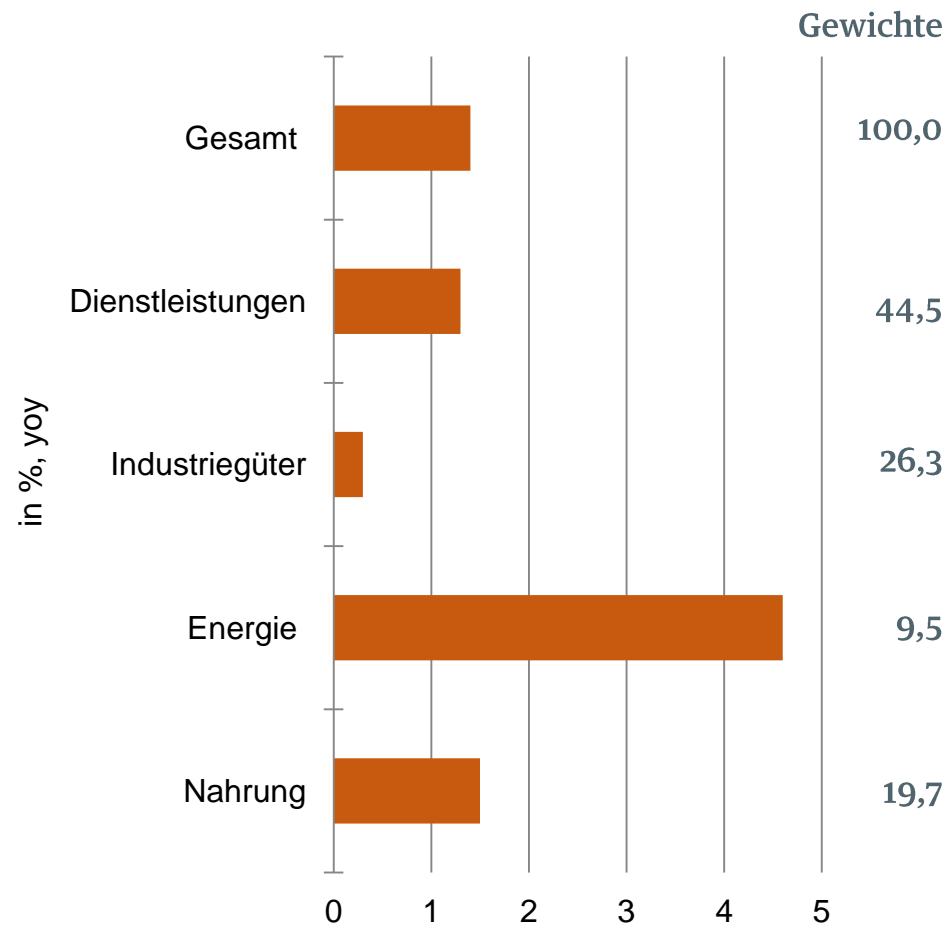
Quelle: Fred

Warum die EZB noch zögert: 2. Die Kernrate der Inflation ist noch niedrig.

KERNRATE DER INFLATION OHNE ENERGIE UND NAHRUNGSMITTEL



PREISSTEIGERUNG, EUROLAND



Quelle: ECB, Fred, Eurostat

Warum die EZB noch zögert:

3. Die Konjunktur hat noch Risiken.

4. Die fundamentalen Verbesserungen sind primär auf die Geldpolitik zurückzuführen.

Der - voraussichtliche - Fahrplan der EZB: Wertpapierkäufe.

- Bisher EUR 80 Mrd. pro Monat.
- Seit April bis Ende des Jahres EUR 60 Mrd. pro Monat.
- Zu erwarten: Ab Anfang 2018 sukzessive Verringerung auf Null (vermutlich im Herbst 2018).
- EZB kann Tapering nicht beliebig hinausschieben, da Materialmangel am Markt.
- Verringerung der Wertpapierbestände frühestens 2019, eher später.

Der - voraussichtliche - Fahrplan der EZB: Zinspolitik.

- Von der EZB kommuniziert: Zinserhöhung erst nach Auslaufen der Wertpapierkäufe.
- Zuerst wird Einlagenzins steigen, um Negativzinsen zu beseitigen.
- Einlagenzins ist der neue Leitzins.
- Später Zins für Hauptrefinanzierungsfazilität.
- Zu erwarten vorsichtige Schritte um jeweils 25 bp.

- Kann die EZB den Einlagenzins so lange negativ halten?

Was kann zu früherer Zinserhöhung führen?

- Konjunktur und Inflation gehen unerwartet schneller nach oben.
- Negative Folgen der Negativzinsen werden stärker.
- Amtszeit Draghis endet Frühjahr 2019.

Denkbar auch spätere Umschaltung der Geldpolitik?

- Der Markt hat das Risiko ausgeblendet, es existiert aber.
- EZB verweist auf geopolitische Risiken.
- Denkbar auch, dass Konjunktur kippt.

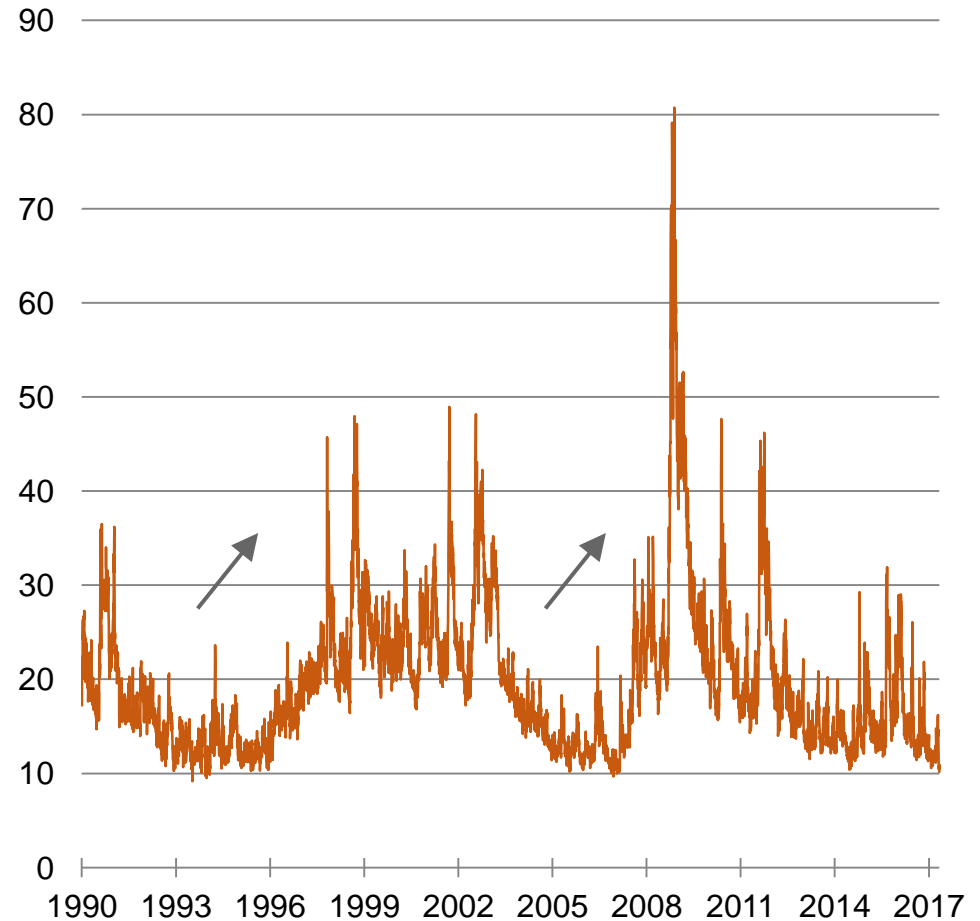
So schnell kommt der Abschied von den Nullzinsen also noch nicht - es wird 2018 werden.

- Am Sparbuch ändert sich vorerst noch nichts.
- Die Banken bleiben unter Ertragsdruck und werden Zinsen nicht erhöhen, eher neue Gebühren.
- Die Rendite Festverzinslicher wird steigen, aber nur langsam.

An den Märkten bleibt es nicht so ruhig.

- VIX auf Tiefpunkt
- Wird steigen:
 - > Wegen politischer Risiken
 - > Wenn Aktienkurse nicht mehr so nach oben gehen
- Vorsicht: Parallele zu 2000 und 2007

ENTWICKLUNG DES VIX SEIT 1990

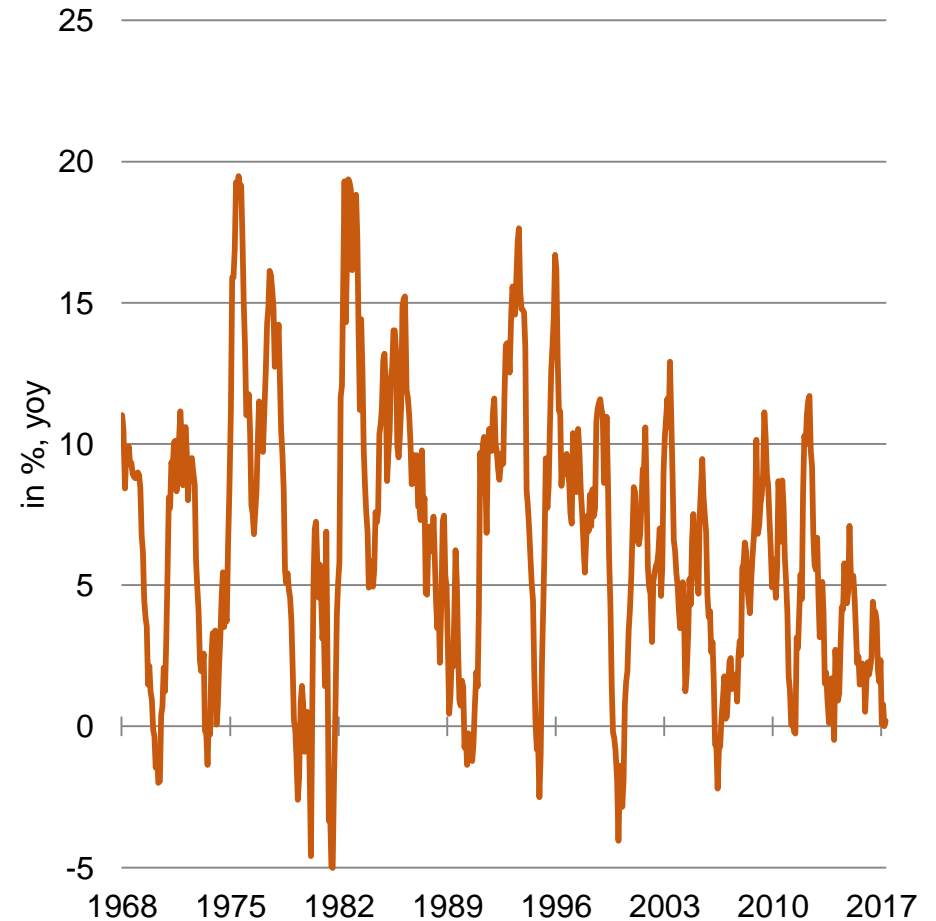


Quelle: Yahoo

Festverzinsliche sind unattraktiv und gefährlich.

- Über 50 Jahre konnte man am Rentenmarkt gut verdienen.
- Durchschnittliche Rendite 1968 bis 2017: 6,5 % p. a.
- Jetzt wird es schwieriger, weil Zinsen niedrig.
- Wenn dann Credits.
- Gefahr der Zinssteigerung.

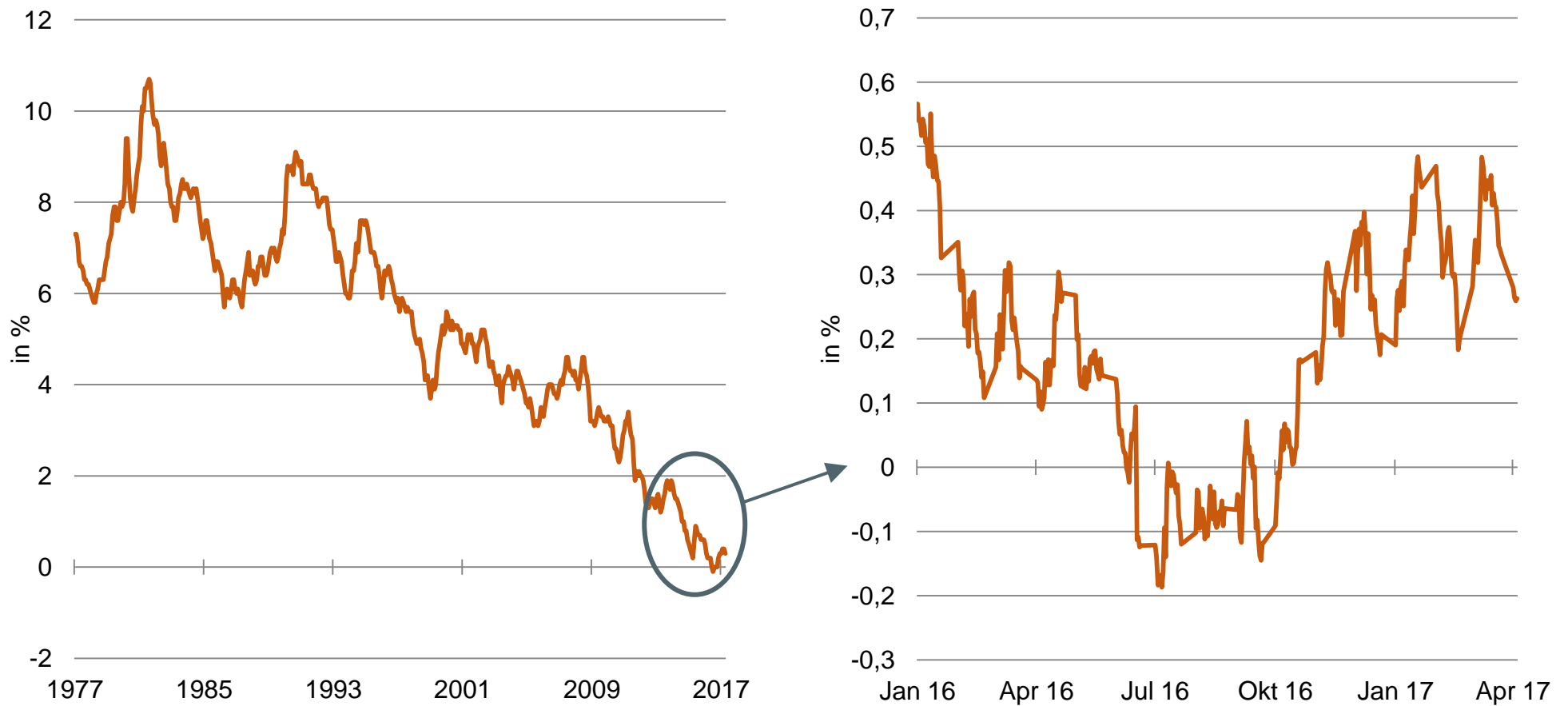
REX



Quelle: Bundesbank

Jetzt Tiefpunkt der Renditen.

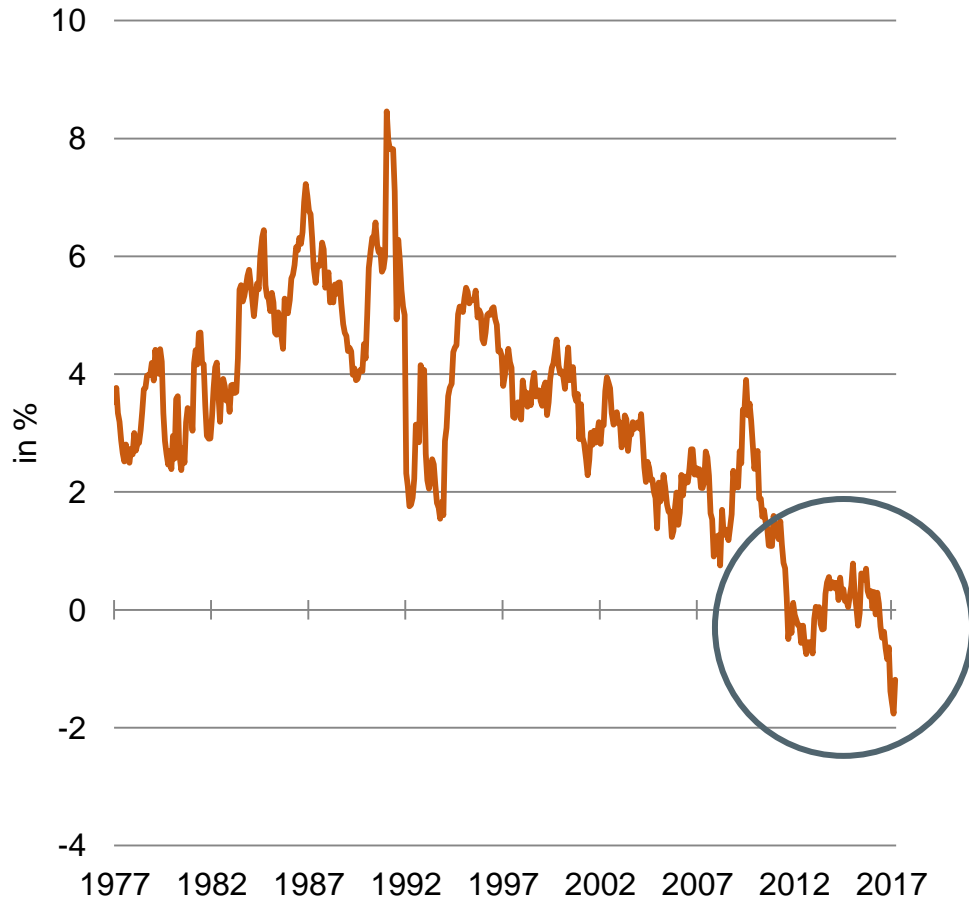
UMLAUFSRENDITE 10-JÄHRIGER ÖFFENTLICHER ANLEIHEN DEUTSCHLAND



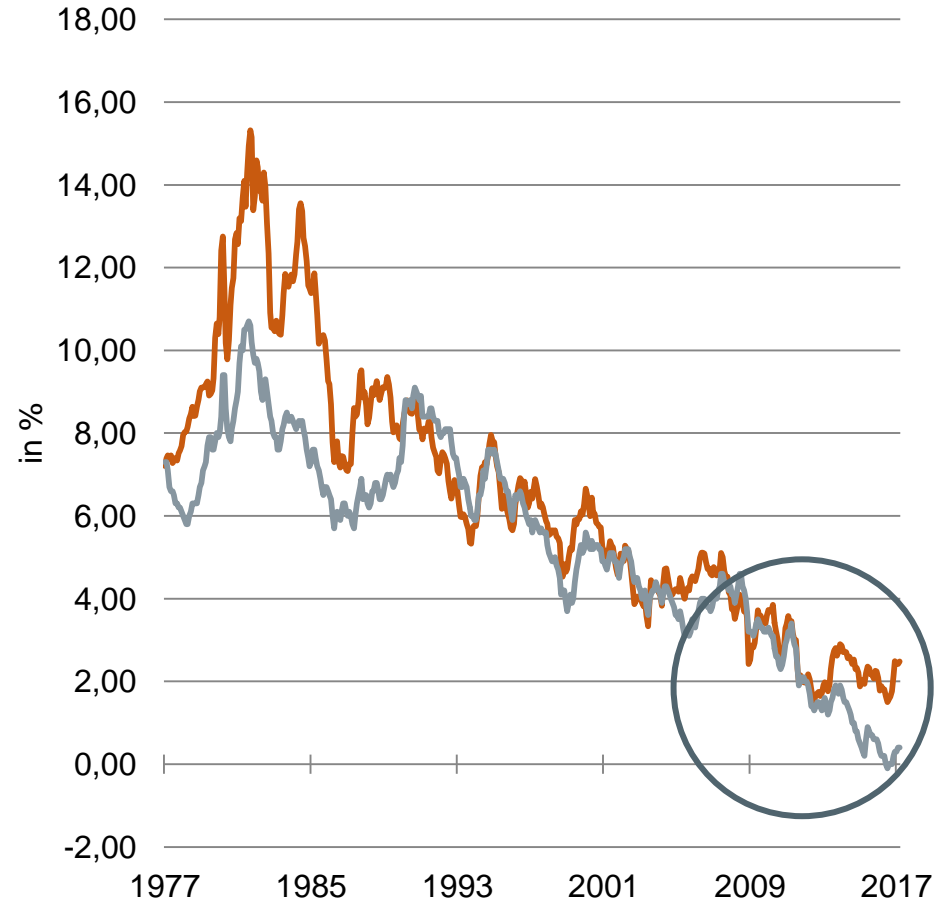
Quelle: Bundesbank, Riksbank

Die Renditen müssen steigen.

REALZINS IN DEUTSCHLAND



ZINSEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN USA DEUTSCHLAND



Quelle: Bundesbank, Riksbank

Wie hoch werden die Zinsen steigen?

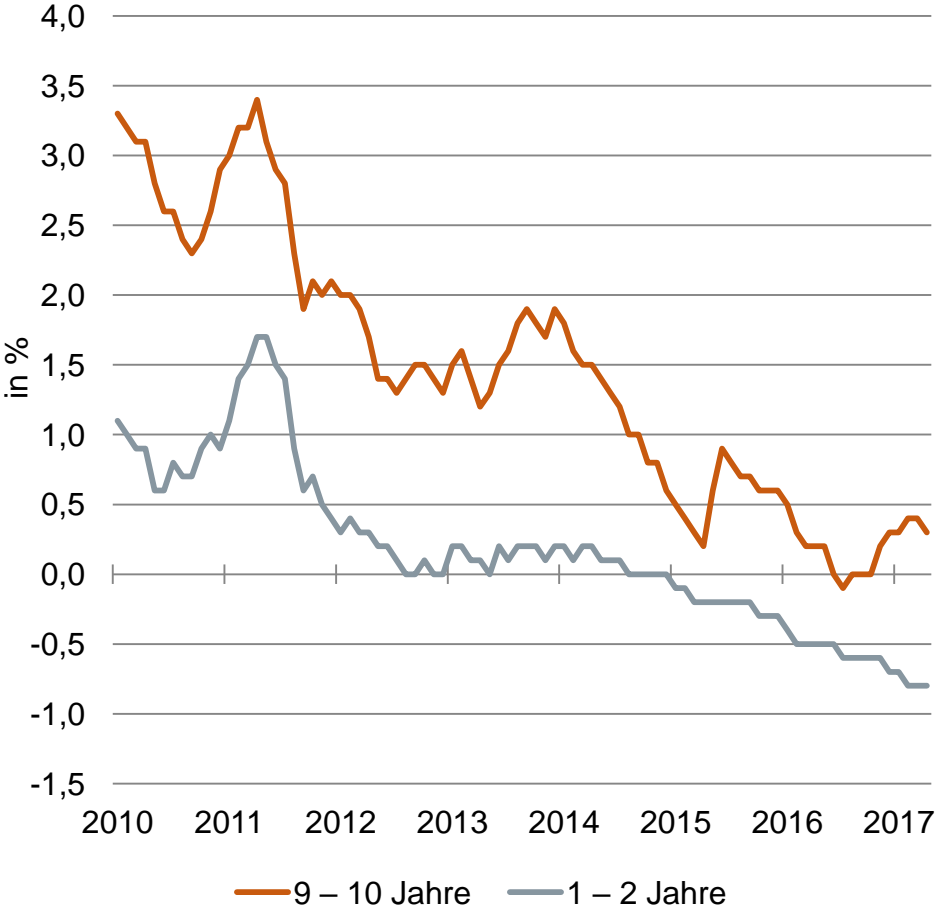
- Modell: Zins gleich nominales BIP-Wachstum (rund 3,5 %)
- Abzüglich Effekt der Wertpapierkäufe (rund 1 Prozentpunkt)
- Zuzüglich US-Zinsen
- Abzüglich niedrige Leitzinsen
- Insgesamt etwas über 2 %

Quelle: Bundesbank

Die Zinsstruktur.

- Zu vermuten, dass die Renditen am langen Ende schneller steigen als am kurzen.
- Zinsstruktur wird steiler.

RENDITE VON BUNDESANLEIHEN MIT 9- BIS 10-JÄHRIGER UND 1- BIS 2-JÄHRIGER LAUFZEIT

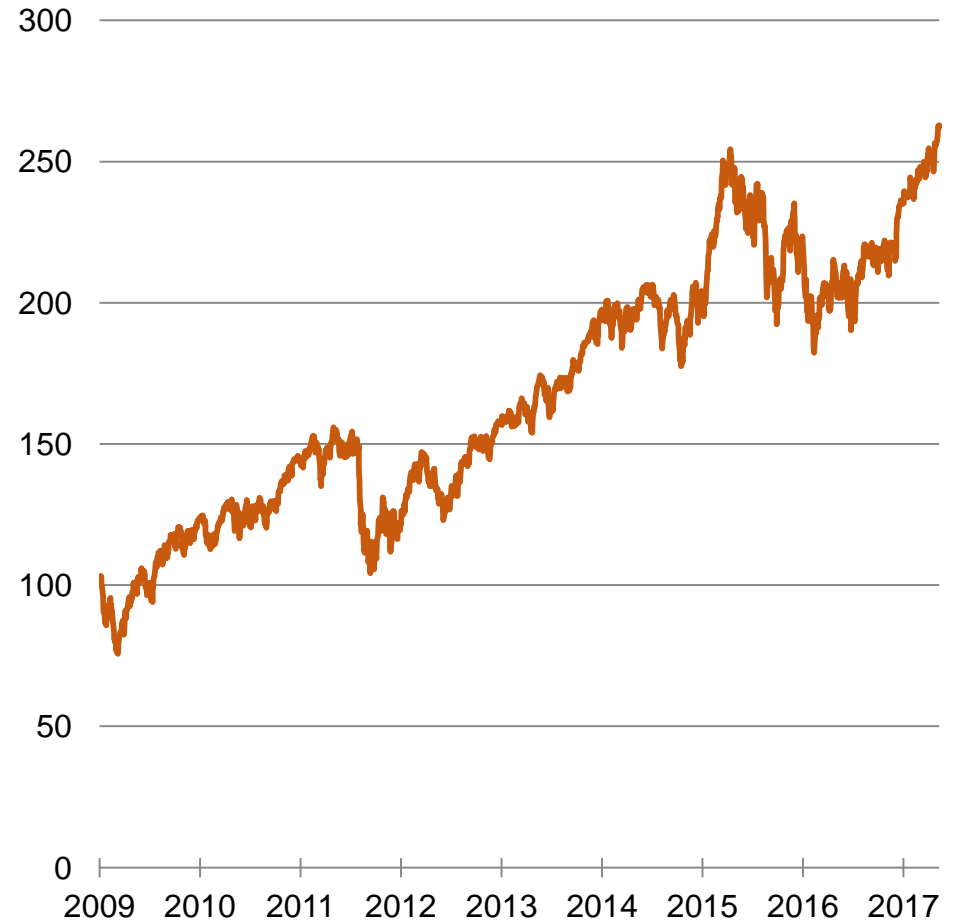


Quelle: Bundesbank

Aktien weiter die beste Alternative.

- Technische Korrektur wahrscheinlich
 - > Absolutes Niveau sehr hoch
 - > Aufschwung dauert schon sehr lange
 - > Politische Risiken
- Aber weiter Potenzial nach oben
 - > Renten fallen als Alternative aus
 - > Nullzinsen bei Spareinlagen
 - > Gute Konjunktur
 - > Hohes Gewinnwachstum

DAX (02.01.09 – 11.05.17)



Quelle: Yahoo

Was kann schief gehen?

ZINSEN STEIGEN WENIGER ODER SINKEN

- Konjunktur bricht ab
- Aktien-Crash
- Spannungen in Euroland

ZINSEN STEIGEN STÄRKER

- Konjunktur wächst stärker
- Preisexplosion bei Rohstoffen
- Überhitzung in den USA

Schlussbemerkung.

- Es gibt zwar Risiken.
- Sie sind aber auf der sicheren Seite, wenn Sie
 - > sich auf eine restriktivere Geldpolitik einstellen und
 - > mit steigenden Zinsen am Kapitalmarkt rechnen.

**Vielen Dank für Ihre
Aufmerksamkeit!**

Kontakte.

KUNDENBETREUUNG

Hans Günther Bonk	+49 89 519966-410	hans-guenther.bonk@assenagon.com
Armin Dolzer	+49 89 519966-422	armin.dolzer@assenagon.com
Dr. Hannah Lea Hühn	+49 89 519966-423	hannah-lea.huehn@assenagon.com
Matthias Kunze	+49 89 519966-421	matthias.kunze@assenagon.com
Michael van Riesen	+49 89 519966-419	michael.vanriesen@assenagon.com
Ronald Siebel	+49 89 519966-420	ronald.siebel@assenagon.com
Dr. Ilona Wachter	+49 89 519966-411	ilona.wachter@assenagon.com

SALES OPERATIONS

Simone Alanne	+49 89 519966-460	simone.alanne@assenagon.com
Martin Zihlbauer	+49 89 519966-461	martin.zihlbauer@assenagon.com

CHEFVOLKSWIRT

Dr. Martin W. Hufner	+49 89 519966-150	martin.huefner@assenagon.com
----------------------	-------------------	------------------------------

IMPRESSUM

Assenagon Asset Management S.A. – Aerogolf Center – 1B Heienhaff – 1736 Senningerberg – Luxemburg
Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München – Prannerstraße 8 – 80333 München – Deutschland

Rechtliche Hinweise.

Diese Präsentation dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Sie ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Präsentation beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Alle in der Präsentation geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der Assenagon-Gruppe zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten und können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die Assenagon-Gruppe behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Präsentation geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Präsentation wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Präsentation wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten.

Insbesondere richten sich die in dieser Präsentation enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in dieser Präsentation sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar.

Diese Präsentation stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Präsentation. Die in dieser Präsentation aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen.

Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Präsentation nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Präsentation vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieser Präsentation ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Diese Präsentation ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden.

Die steuerlichen Hinweise in dieser Präsentation sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen.

Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.

Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.